

Allianz Research | 25 Marzo 2026

Il ciclo di capex dell'AI resta solido: per ora resiste anche agli shock geopolitici

Ludovic Subran
Chief Investment Officer and
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Guillaume Dejean
Senior Sector Advisor
guillaume.dejean@allianz-trade.com

Alexander Hirt
Head Public Equity and Credit
Global Investment Strategy
alexander.hirt@allianz.com

Katharina Utermoehl
Head of Thematic and Policy
Research
katharina.uterhoehl@allianz.com

Moritz Bartosch
Research Assistant
moritz.bartosch@allianz.com

Davide Corna
Research Assistant
davide.corna@allianz.com

In sintesi

L'entusiasmo per l'AI rallenta: il dibattito sulla monetizzazione del capex domina ora la scena. Nonostante i solidi utili recenti, l'attenzione degli investitori si è spostata dal miglioramento della redditività alla traiettoria di crescita dei ricavi e alla visibilità dei flussi di cassa, soprattutto alla luce dei piani di capex degli hyperscaler (≈575 miliardi di USD, +50% atteso nel 2026) e del sentiment in indebolimento verso il software a causa dei rischi di diluizione dei ricavi legata all'AI. Il nostro AI Bubble Risk Monitor continua a indicare pressioni di bolla moderate: il posizionamento euforico si è raffreddato, ma l'allargamento degli spread creditizi segnala una maggiore sensibilità del mercato alla qualità dei bilanci. Le crescenti tensioni geopolitiche in Medio Oriente hanno ulteriormente rafforzato la rotazione fuori dai titoli tech ad alta valutazione, mentre le dinamiche risk-off tornano in primo piano.

Il nuovo regime di maggiore volatilità metterà alla prova il percorso di sviluppo dell'AI, ma il superciclo di capex rimane per ora intatto, sostenuto da una domanda strutturalmente forte e anticiclica. Storicamente, il capex tecnologico è sensibile al contesto macroeconomico e in particolare agli shock energetici: nuove pressioni inflazionistiche generano spesso tassi d'interesse più elevati e, di conseguenza, costi di investimento maggiori. Negli Stati Uniti, la tecnologia è tra i settori più capital-intensive negativamente impattati da forti variazioni dei prezzi dell'energia (correlazione di circa -30%), ma a differenza di energia, materiali di base e utilities, la riduzione degli investimenti non deriva da effetti di extra-profitti legati ai prezzi. Tuttavia, le posizioni dominanti degli hyperscaler e le loro consistenti riserve di liquidità riducono la sensibilità agli shock macroeconomici e geopolitici. Parallelamente, gli investimenti del settore pubblico stanno accelerando, guidati da agende di sovranità digitale e di sviluppo infrastrutturale. La pipeline dei data center è solida (raddoppio a ~200 GW entro il 2030) e il momentum rimane resistente nonostante le tensioni geopolitiche, come mostrato dal piano della Germania di raddoppiare la propria capacità nello stesso orizzonte temporale.

La volatilità energetica non frena il capex, ma ne ridefinisce la destinazione. Sebbene i livelli di spesa nel breve termine appaiano al sicuro, l'attuale concentrazione su data center e infrastrutture cloud potrebbe evolvere. Gli ordini legati all'AI beneficiano di priorità lungo le catene di fornitura dei semiconduttori, riducendo l'esposizione immediata a potenziali interruzioni in Corea del Sud e Taiwan legate ai rischi sulla fornitura di GNL ed elio. Tuttavia, un ulteriore aumento di circa il 50% dei costi dei chip – come osservato nel Q1 2026 – potrebbe ritardare le tempistiche dei progetti e accelerare la transizione verso modelli di leasing per condividere l'intensità di capitale (con risparmi stimati tra il 20% e il 30%). Allo stesso tempo, si rafforza il caso per espandere la produzione di apparecchiature critiche e materie prime al di fuori dell'Asia, poiché le tensioni attuali mettono in luce i rischi della concentrazione delle supply chain e potrebbero riequilibrare gli investimenti, oggi ancora fortemente orientati verso software e servizi di computing.

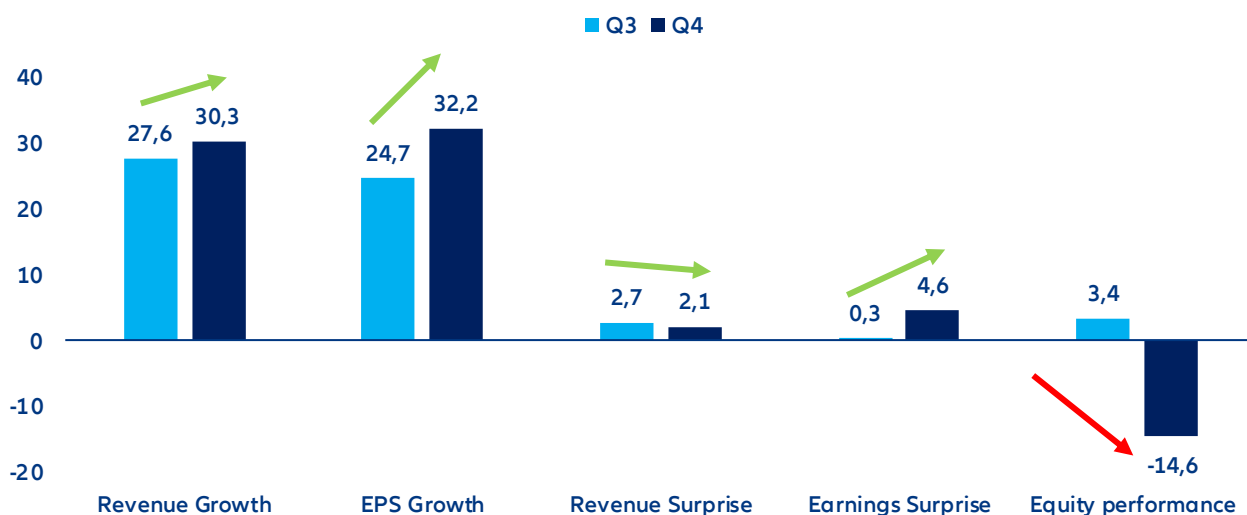
Come trattano i mercati il tema AI? L'attenzione si sposta dai guadagni di efficienza alla reale capacità di generare ricavi. Sebbene il consenso rifletta in larga parte il momentum attuale, risulta sempre più esposto al rischio di execution, sia nella disciplina del capex sia

nella realizzazione dei ricavi. Le valutazioni – P/E nell’area mid-20s per le large cap – rimangono ampiamente giustificate, ma vulnerabili a rotazioni di breve termine in un contesto di elevata volatilità. L’outlook di lungo periodo rimane comunque favorevole, con il capex ancorato a ordini infrastrutturali tangibili, in parte svincolati dalla velocità di adozione dell’AI. Tuttavia, la creazione di valore sarà probabilmente irregolare lungo lo stack tecnologico, con vincitori relativi nei semiconduttori e nelle apparecchiature telecom, e segmenti più sotto pressione nel software e nell’elettronica di consumo

Ciclo dell’AI: il dibattito sulla monetizzazione del capex domina l’ultima earnings season

La stagione degli utili del Q4 2025 ha confermato la resilienza fondamentale e la crescita del settore tecnologico globale. Il NYSE FANG+ Index – il nostro indicatore di riferimento per le aziende tech e ad alta crescita – ha mostrato una solida performance finanziaria nell’ultimo trimestre. I risultati aggregati hanno proseguito la serie di consegne superiori alle aspettative, con i ricavi in aumento di circa +17% su base annua e gli utili in crescita di circa +25%. Ciascuna delle principali società tecnologiche ha superato le stime, in media di circa lo 0,5% per le vendite e dell’1,6% per gli utili sull’intero paniere. La guidance delle aziende è rimasta costruttiva, come dimostrato dalla revisione al rialzo del 5-10% dell’outlook sui ricavi da parte di Meta. Le società software hanno inoltre sottolineato il potenziale fondamentale dell’AI, pur in un contesto di crescenti timori riguardo alla possibile cannibalizzazione delle tradizionali linee di servizi in ambiti quali legale, consulenza e servizi finanziari.

Figura 1: La stagione degli utili delle big tech a larga capitalizzazione rispetto al trimestre precedente (fino a fine febbraio, cioè prima della guerra con l’Iran)



Nota: la performance azionaria si riferisce al periodo di tre mesi fino alla fine della reporting season e relativa all’S&P Equal Weighted. Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Tabella 1: Sorpresa sugli utili e sui ricavi e crescita annua tra le società tecnologiche statunitensi quotate

	EPS			Revenue		
	Surprise	YoY%	Next quarter rev.	Surprise	YoY%	Next quarter rev.
Computer Hardware	7%	11%	0.0%	3%	7%	0.0%
Computer svcs	8%	15%	-2.1%	1%	11%	0.0%
Consumer digital svcs	11%	23%	-1.0%	1%	10%	0.0%
Consumer non-digital svcs	1%	-11%	-9.4%	0%	15%	-0.4%
Consumer electronics	16%	33%	2.2%	4%	14%	1.7%
Electrical & Electronic Components	7%	32%	0.0%	3%	17%	0.0%
Electronic equip.	4%	8%	-0.1%	2%	8%	0.0%
Tech equip. manufacturing	6%	2%	1.9%	2%	8%	1.9%
B2B Services	5%	14%	-0.6%	1%	6%	0.0%
Semiconductor	6%	29%	0.1%	1%	16%	0.0%
Software	8%	20%	0.0%	2%	14%	0.1%
Telecommunications equip.	12%	19%	0.6%	2%	19%	0.4%
Telecom svcs	1%	68%	0.0%	1%	2%	-0.1%
Transaction Processing Services	11%	22%	0.2%	2%	11%	0.2%

Dati al 10 marzo 2025, basato su un campione di 383 aziende. Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il capex dedicato all’AI è destinato a continuare a crescere nel 2026, insieme alle preoccupazioni degli investitori. Il capex dell’AI rimane il tema centrale del mercato nel 2026, mentre i leader tecnologici corrono per costruire capacità di calcolo che ritengono sia in grado di garantire – e rafforzare – la loro posizione dominante in un mondo in cui i dati e la potenza di elaborazione stanno diventando asset geopolitici strategici. Dopo un aumento di circa il 60% nel 2025, gli investimenti delle Big Tech statunitensi dovrebbero crescere di un ulteriore +50%, superando i 600 miliardi di dollari e portando l’intensità del capex a circa il 23% dei ricavi, più del doppio rispetto ai livelli pre-ChatGPT. Il settore tecnologico opera ora con un’intensità di capitale superiore a quella degli operatori telecom, i cui rapporti di investimento sono diminuiti mentre l’innovazione si sposta verso start-up satellitari specializzate. Tuttavia, le preoccupazioni stanno aumentando: le tempistiche di monetizzazione rimangono incerte, l’espansione dell’infrastruttura energetica è in ritardo rispetto alla domanda dei data center (capex delle utility +20% nel 2025, +15% nel 2026) e gli investitori mettono sempre più in discussione la sostenibilità di cicli di spesa così massicci senza dividendi o i buyback tradizionalmente utilizzati per compensare i modelli di business ad alta intensità di capitale.

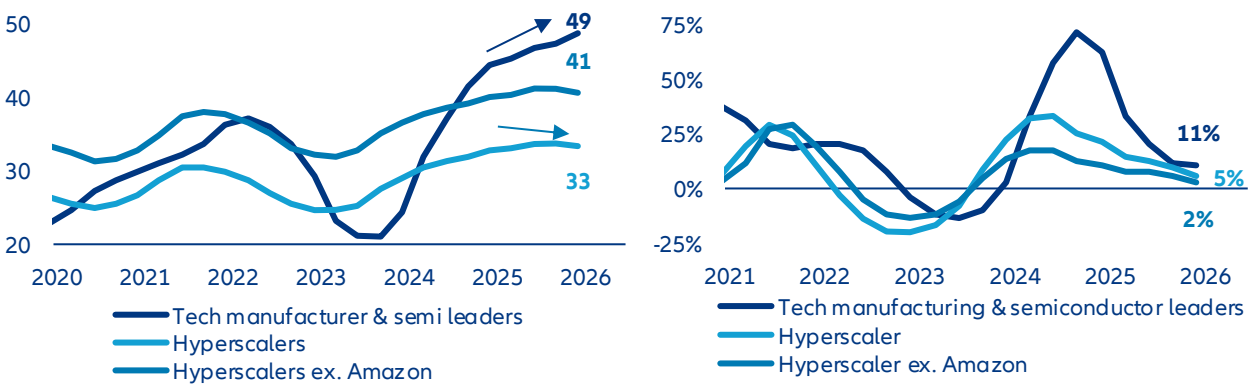
Tabella 2: Crescita del capex e intensità rispetto ai ricavi dei primi 50 maggiori investitori in capex all’interno dell’indice S&P 500, con dettaglio per settore

Industry	End-2023		End-2024		End-2025		End-2026	
	Capex ratio	YoY	Capex ratio	YoY	Capex ratio	YoY	Capex ratio	YoY
Technology*	11%	-4%	14%	44%	19%	58%	23%	50%
Telecom**	16%	-8%	15%	-4%	14%	0%	13%	-5%
Utility***	41%	11%	43%	4%	46%	20%	50%	15%

Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

I mercati stanno iniziando a interrogarsi su quanto a lungo potranno durare margini eccezionali. Gli investitori dubitano sempre più della sostenibilità di profitti gonfiati da posizioni quasi monopolistiche e da temporanei squilibri tra domanda e offerta. I primi segnali provenienti dagli hyperscaler indicano un rallentamento dell’espansione degli utili, mentre i risultati del Q4 2025 – nonostante un sorpresa sugli utili mediana del +7% e una crescita annua del +17% – non hanno generato alcuna revisione al rialzo delle stime per il trimestre successivo, rafforzando l’idea di un tetto alla redditività. La crescita dei ricavi rimane solida ma poco entusiasmante (+2% di sorpresa mediana contro il +12% della crescita annua), riflettendo aspettative di un’adozione dell’AI graduale e frenata da regolamentazione, costi, deficit di fiducia e carenza di competenze. Con la normalizzazione dell’espansione dei margini, l’attenzione dei mercati si sta spostando sulla possibilità che un’accelerazione dei ricavi possa compensare; in questo contesto, i servizi IT e telecomunicazioni vengono considerati come i più esposti a rischi di sostituzione e diluizione dei profitti.

Figura 2: Margine operativo e divario tra crescita degli utili e crescita dei ricavi dei leader tecnologici dell’AI e degli hyperscaler*



* Nvidia (chip design), ASML (apparecchiature per la produzione di chip), TSMC (fonderia), SK Hynix (produttore di chip di memoria). Dati al Q4 2025. Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il nostro **AI Bubble Risk Monitor** continua a segnalare pressioni di bolla moderate, anche se i driver sottostanti sono in parte cambiati. Gli sviluppi fondamentali relativi al ritmo di adozione, ai tassi di occupazione dei data center e alle dinamiche dei cicli di prodotto delle GPU restano rassicuranti. Anche l'andamento dei mercati energetici merita monitoraggio, ma non mostra un aumento del rischio. Nel frattempo, le aspettative più euforiche si sono in parte ridimensionate, riducendo il rischio di un improvviso arretramento del mercato innescato, ad esempio, da delusioni sugli utili. Di fatto, il posizionamento azionario, l'indicatore di bear market e il PE forward a 12 mesi sono tutti scesi su livelli più moderati negli ultimi tre mesi. I rischi finanziari sono in aumento – seppure in modo contenuto – e i segnali di mercato ora lampeggiano rosso per quanto riguarda gli spread del settore tecnologico investment grade statunitense, recentemente saliti a livelli simili a quelli di una bolla, probabilmente riflettendo l'impatto dell'AI sulle società software. Nel complesso, però, i rischi di bolla appaiono meno marcati rispetto a un mese fa. A questo stadio, i tail risk di lungo periodo rimangono contenuti, ma alcune aree d'ombra sulla velocità di monetizzazione del capex e sul rapido deterioramento delle riserve di liquidità richiedono attenzione, soprattutto perché il capex dovrebbe continuare a crescere rapidamente quest'anno e perché gli squilibri generati da questi massicci flussi di capitale potrebbero estendersi oltre il semplice cashflow.

Tabella 3: Monitor del rischio di bolla dell'AI

		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Latest
		2024	2024	2024	2024	2025	2025	2025	2025	(Feb 25)
Market Signals	Indicator									
	12M price return	2	1	1	1	0	0	0	0	1
	S&P 500 12M yoy breadth	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Data Center Spreads	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	US IG Tech spread	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	US HY Tech spread	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	US HY Tech vs HY spread	0	0	0	0	0	0	0	0	1
	US IG Tech vs IG spread	0	0	0	0	0	1	2	3	3
	S&P 500 1Y implied vola	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	10Y Treasury Yield	1	2	0	1	2	1	1	0	1
	S&P 500 Put/Call-ratio	0	0	0	0	1	0	0	0	0
Exuberant Expectations	Long-term earnings growth	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Earnings revisions (3M)	3	3	3	3	3	3	3	3	3
	Tech EPS forecast dispersion	0	0	0	0	0	0	0	1	1
	EQ positioning	1	0	0	1	0	0	1	2	0
	Bear market indicator	0	0	1	2	3	3	3	3	2
	12M forward PE	1	1	1	1	1	0	1	1	0
Financial Risks	Net-debt-to-equity ratio	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Cash on balance sheet as % of market value	0	1	1	1	1	1	1	1	1
	TED spread	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Cryptocurrency volatility	1	0	1	1	0	0	0	0	1
	Hyperscalers CapEx/Cash flow from operating activities	0	0	0	0	0	1	1	2	2
	US 5Y5Y Forward Expected Inflation	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fundamentals	Current Usage of AI	1	1	0	1	0	0	0	0	0
	Expected Usage of AI	2	1	0	0	0	0	0	0	0
	DC power demand vs generation supply growth							2	2	2
	Power capacity queues	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	Electricity prices	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Operational Health	0	0	0	0	0	0	0	1	0
	Capex-to-sales level	1	1	1	1	2	2	2	2	2
	Data center pipeline (construction vs. committed)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Data center vacancy	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Product cycle of GPUs	1	1	1	1	1	1	1	1	1

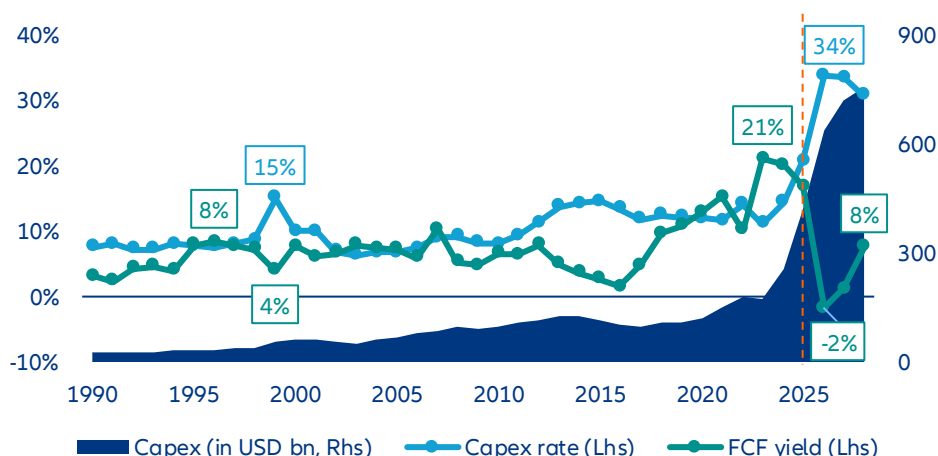
Legend normal elevated overheated bubble-like

Fonte: Allianz Research. Nota: Oltre agli indicatori generali di mercato, quando applicabile monitoriamo anche i sotto-segmenti dell'AI tramite panieri azionari. Il monitor assegna punteggi a ciascun segnale: 0 = normale, 1 = elevato, 2 = surriscaldato e 3 = simile a bolla, per facilitare l'aggregazione e il confronto di sviluppi diversi all'interno e tra le varie dimensioni. Le soglie per i punteggi sono derivate statisticamente quando sono disponibili serie storiche di lungo periodo, ma anche tramite giudizio degli esperti.

Ciclo di investimento: resiliente alle tensioni geopolitiche, ma attenzione a un possibile cambio di allocazione

Mantenere l'intensità del capex a tutti i costi. I cinque maggiori spenders tecnologici statunitensi sono sulla buona strada per impegnare oltre 600 miliardi di dollari di spesa in conto capitale nel solo 2026 – parte di un dispiegamento stimato in 2,1 trilioni di dollari nel periodo 2026–2028 – portando l'intensità del capex al 34% dei ricavi, più del doppio rispetto al picco del 15% registrato al culmine della costruzione dell'internet negli anni '90. La Figura 3 racconta la storia in modo netto: il capex assoluto è ora in una fase di ascesa verticale, il free-cash-flow sta diventando negativo per la prima volta in 35 anni e il punto di inflessione è più marcato di qualsiasi altro nella storia moderna delle società statunitensi quotate. La crescita della spesa in capitale rallenterà – dal 51% nel 2026 al 13% nel 2027 e a circa il 5% nel 2028 – ma questo rallentamento riflette la naturale digestione di una base straordinaria, non un cambiamento di convinzione. Queste imprese stanno deliberatamente costruendo un anno di free-cash-flow negativo perché hanno concluso che il potenziale di ricavo dell'AI giustifica il sacrificio: la penetrazione tecnologica nei segmenti enterprise e consumer è intrinsecamente graduale, e i ritorni sulle infrastrutture che si stanno costruendo oggi matureranno negli anni, non nei trimestri.

Figura 3: Spesa in conto capitale (ammontare e intensità rispetto ai ricavi) e rendimento del free-cash-flow dei cinque principali contributori al capex negli Stati Uniti tra le società quotate



Nota: La composizione dei primi cinque leader di capex cambia ogni anno.
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

I benefici dell'AI sono già visibili, ma non ancora diffusi in modo generalizzato. Gli hyperscaler stanno impegnando centinaia di miliardi di dollari in un ciclo tecnologico il cui orizzonte di ritorno rimane oggetto di un acceso dibattito, e lo scetticismo è razionale. Tuttavia, ridurre questo dibattito a un verdetto binario – investimento produttivo o speculazione avventata – significa ignorare ciò che i dati mostrano già sul terreno. La spesa statunitense per la costruzione di data center è esplosa dal 2023, mentre la costruzione di uffici continua il suo declino strutturale, una riallocazione fisica del capitale che sta ridefinendo in tempo reale l'economia costruita. I ricavi dei semiconduttori raccontano una storia simile: le vendite del settore sono aumentate di circa il 70% dalla fine del 2023, con margini operativi in forte espansione nonostante l'intensità del capex abbia raggiunto i massimi di diversi decenni. Questi non sono guadagni nominali: riflettono backlog reali, un reale potere di pricing e profitti reali che scorrono lungo la supply chain. La distribuzione di questi benefici è, ammettiamolo, ristretta: un gruppo limitato di aziende con vantaggi tecnologici difendibili – nella logica avanzata, nella memoria ad alta larghezza di banda, nelle infrastrutture di raffreddamento e potenza – sta catturando una quota sproporzionata del valore dell'AI. Ma l'idea che l'investimento in AI generi solo astrazione finanziaria, ampliando le disuguaglianze senza creare output economico tangibile, viene smentita dai tassi di utilizzo della capacità, dai portafogli ordini e dai conti economici di chi è posizionato nello strato infrastrutturale. La domanda più urgente, quindi, non è se il capex in AI stia producendo ritorni – perché chiaramente li sta producendo, almeno per alcuni – ma se tali ritorni vengano riciclati in modi che costruiscano un ecosistema realmente duraturo ed espansivo, oppure se si stiano accumulando in modo concentrato, rafforzando asimmetrie strutturali già esistenti.

Figure 4 & 5: Ricavi, margini e intensità di capex dell'industria globale dei semiconduttori / Valore della spesa per costruzioni private negli Stati Uniti per uffici generali e data center (tasso annualizzato, in miliardi di USD)

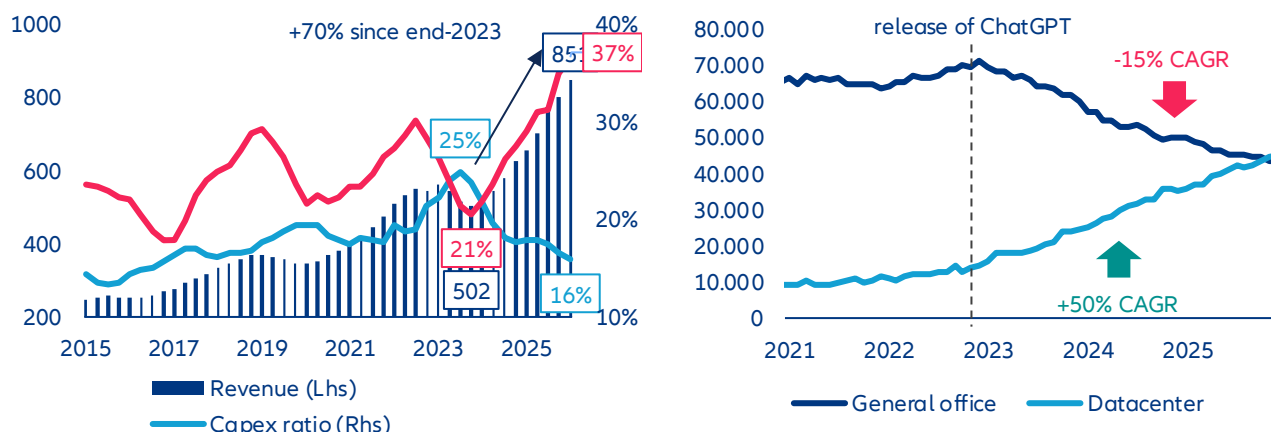


Grafico di destra: i dati di novembre e dicembre 2025 sono preliminari. Fonti: US Census Bureau, LSEG Datastream, Allianz Research

I rischi di solvibilità sono sopravvalutati, ma l'aumento del debito continua a richiedere monitoraggio. Il parallelo con il ciclo di investimenti massicci delle telecomunicazioni alla fine degli anni '90 è imperfetto, poiché allora gli investimenti erano in gran parte finanziati a debito e terminarono in una distruzione diffusa di capitale; l'attuale ciclo è invece sostenuto dai bilanci societari più solidi della storia, da parte di aziende con motori di monetizzazione già dimostrati. Tuttavia, pur non rappresentando la solvibilità un rischio rilevante, non possiamo ignorare il cambiamento in corso nell'architettura di finanziamento e il crescente volume di debito classificato come AI a partire dal 2025. Anche tra gli hyperscaler che per un decennio avevano praticamente ignorato il mercato obbligazionario, osserviamo un cambio di rotta strutturale che sta acquisendo slancio nel 2026, dato che a metà marzo avevano già emesso più debito rispetto all'intero 2025 (oltre 100 miliardi di dollari contro circa 80 miliardi). Con un totale di 385 miliardi di dollari di debito riportati a fine 2025, i principali fornitori statunitensi di capex mostrano un livello di leva finanziaria circa il 20% inferiore rispetto ai loro omologhi "highspender" del 2000, quindi l'aumento graduale della leva non rappresenta un elemento di preoccupazione nel breve periodo. Tuttavia, la tendenza al rialzo sarà osservata con attenzione dagli investitori, insieme alla tendenza al ribasso del free-cash-flow.

Figure 6 & 7: Cash ratio e livello di debito totale dei cinque maggiori contributori al capex negli Stati Uniti / Emissioni di debito corporate degli hyperscaler statunitensi dal 2023

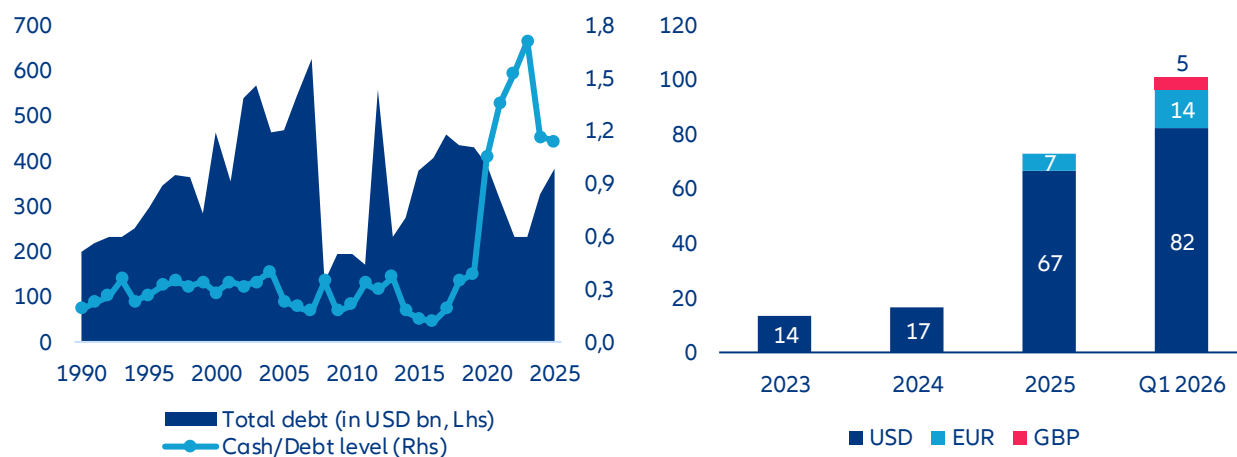
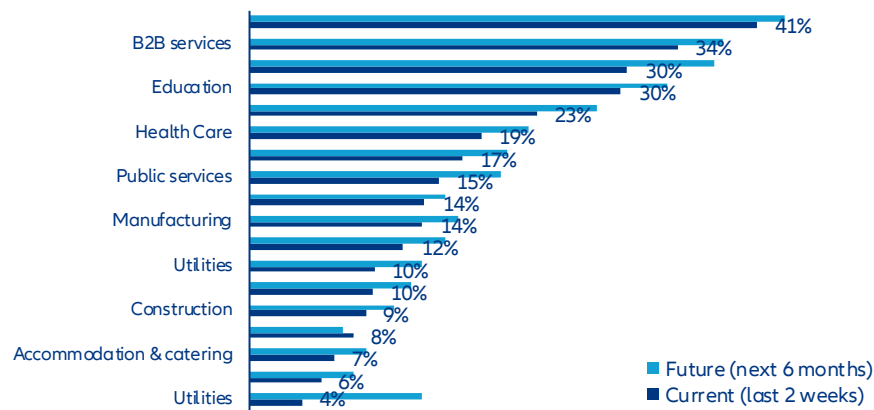


Grafico di sinistra: dati al Q4 2025 / Grafico di destra: dati al 18 marzo 2025. Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Al di là del rumore: ciò che realmente determina il ciclo di capex dell'AI. Il dibattito sugli investimenti in AI è stato troppo spesso ridotto a una narrazione incentrata sulle valutazioni di mercato – un racconto fatto di multipli in aumento, posizionamenti affollati e occasionali correzioni che alimentano commenti concitati su bolle e crolli. La discussione realmente rilevante è invece industriale, strutturale e molto più lenta nei suoi movimenti. Quattro linee di frattura stanno silenziosamente plasmando come – e se – gli attuali livelli di spesa in capitale per l'AI possano essere sostenuti e assorbiti in modo produttivo. La prima riguarda il ritmo di adozione da parte di imprese e consumatori, che segue una naturale curva di apprendimento piuttosto che la brusca accelerazione che l'attuale dispiegamento di capitale implicitamente presuppone – un ritardo strutturale con conseguenze dirette sugli orizzonti di ritorno. La seconda è una crescente preoccupazione per una potenziale allocazione inefficiente: la velocità vertiginosa con cui vengono costruite infrastrutture AI non è accompagnata da investimenti equivalenti nella capacità industriale sottostante – produzione energetica, reti elettriche, manifattura avanzata – necessaria per sostenerle, creando rischi concreti di carenza e facendo aumentare i costi degli input lungo l'intera supply chain. La terza riguarda un tema di circolarità: se i profitti legati all'AI stiano davvero generando nuovo valore economico o stiano semplicemente consolidando il dominio di un ristretto gruppo di aziende, evocando il rischio di spillover e contagio sistemico qualora uno di questi attori dovesse incepparsi. Infine, le nuove tensioni in Medio Oriente, dove eventuali interruzioni nelle forniture energetiche potrebbero riaccendere pressioni inflazionistiche, complicare l'outlook sui tassi e minare la fiducia degli investitori da cui questo ciclo di investimenti dipende in modo cruciale. Nel loro insieme, queste linee di frattura non trasformano il ciclo di capex dell'AI in una storia di elusione inevitabile, ma lo rendono un percorso che richiede molta più disciplina industriale e onestà strategica di quanto la narrativa di mercato abbia finora lasciato intendere.

- 1) L'adozione graduale alimenta il dibattito sulla monetizzazione, senza mettere in discussione il capex in sé.** L'adozione professionale dell'AI rimane graduale, esplorativa e irregolare – e questo non è necessariamente un segnale negativo. Le aziende riconoscono ampiamente il potenziale di lungo periodo dell'AI, ma la transizione procede con cautela per ragioni strutturalmente fondate: servono maggiore visibilità sui costi di implementazione, sui guadagni di produttività misurabili, sui rischi di cybersecurity e su un quadro regolatorio ancora in evoluzione, prima di impegnarsi in una diffusione su larga scala. A queste barriere tecniche si aggiungono ostacoli psicologici, poiché molte imprese restano riluttanti a sviluppare una forte dipendenza da fornitori che non dispongono ancora di una lunga storia operativa. Il risultato è che la maggior parte delle organizzazioni è oggi impegnata in miglioramenti incrementali dei processi più che in trasformazioni radicali – uno schema totalmente coerente con il modo in cui si sono sempre sviluppati i grandi cambiamenti tecnologici. I primi benefici si concentrano prevedibilmente nei settori più maturi dal punto di vista digitale, come consulenza, finanza e assicurazioni, mentre costruzioni, utilities o agrifood mostrano per ora un impatto limitato. I costi di trasferimento finanziario ampliano ulteriormente questo divario, con un'adozione tra le microimprese che rimane quasi 10 punti percentuali al di sotto di quella delle grandi aziende. Piuttosto che l'esito binario tra automazione e distruzione dei posti di lavoro che domina le narrazioni mediatiche, l'AI è più probabile che agisca come una tecnologia complementare, capace di migliorare attività e modelli di business esistenti – con implicazioni sul capex che si stanno già orientando in modo visibile verso formazione del personale, compliance, cybersecurity e infrastruttura dati, elementi poco appariscenti ma essenziali per una migrazione solida e duratura. Per le aziende tecnologiche, questo divario di velocità tra capitale investito e ritorni che si materializzano non è solo un problema di comunicazione verso gli investitori: è un vincolo strategico che richiede maggiore disciplina negli investimenti e una revisione sostanziale delle modalità con cui il rischio finanziario viene condiviso all'interno dell'ecosistema. Una curva di adozione misurata non è un segnale di deterrenza; è la base su cui si costruisce un settore solido e sostenibile.

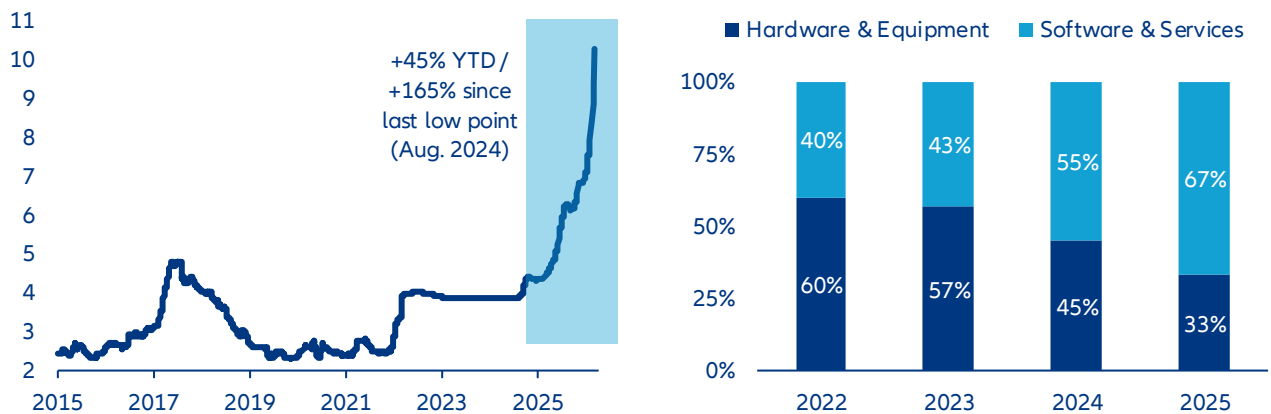
Figura 8: Indagine sulle aziende statunitensi riguardo al loro utilizzo attuale e previsto della tecnologia AI, con dettaglio per settore



Dati al 22 Febbraio 2026. Fonti: US Census Bureau (sondaggio bisettimanale sulle tendenze e le prospettive delle imprese), Allianz Research

- 2) La cannibalizzazione dell'offerta globale da parte dell'AI solleva interrogativi sul ritardo del capex di capacità industriale.** Una quota sproporzionata dell'offerta globale viene assorbita dalla value chain dell'AI – in particolare per GPU, memoria ad alta larghezza di banda, substrati avanzati, componenti di power electronics, wafer di silicio e apparecchiature per la produzione elettronica. Il risultato è una disponibilità che si restringe e costi degli input in aumento per altri settori. I prezzi dei chip di memoria, ad esempio, sono più che raddoppiati dall'estate scorsa (si veda la Figura 8), poiché la capacità produttiva limitata è stata reindirizzata quasi esclusivamente verso la domanda legata all'AI, generando inflazione di pass-through per i clienti downstream e, in alcuni casi, rischi concreti di carenza. I produttori di elettronica di consumo, quelli di robotica e IoT e soprattutto l'industria automobilistica – dove il contenuto di software e semiconduttori per veicolo è aumentato sensibilmente negli ultimi anni – risultano particolarmente esposti a questi effetti collaterali. Costi dei componenti più elevati comprimerebbero i margini industriali e/o spingerebbero al rialzo i prezzi finali al retail, con il rischio di indebolire la domanda finale per hardware tecnologico. Stimiamo che i produttori dovrebbero aumentare i prezzi al dettaglio del +7% per gli smartphone e del +15% per i laptop premium per proteggere metà dei margini attuali nel caso di un raddoppio dei costi dei chip di memoria. A loro volta, premi più elevati sulle apparecchiature potrebbero rallentare i cicli di adozione da parte dei consumatori, limitando paradossalmente la diffusione dei dispositivi abilitati all'AI. Sebbene l'utilizzo attuale dell'AI tra le famiglie sia concentrato soprattutto su funzioni di scrittura e ricerca, la scalabilità della tecnologia in applicazioni più integrate e hardware-intensive richiede dispositivi dedicati e accessibili; le pressioni inflazionistiche lungo la supply chain rischiano di ritardare questa penetrazione più ampia e di limitare le ricadute sull'economia reale che i sostenitori dell'AI si attendono. Se osserviamo un certo ritardo nei programmi di capex dei produttori di apparecchiature ICT, la maggior parte del capitale viene oggi assorbita dai programmi di sviluppo dei data center, poiché le priorità industriali sono concentrate principalmente sull'espansione della capacità di calcolo (attuale ripartizione 33%/67% del capex tra hardware e manufacturing ICT da un lato e servizi ICT dall'altro – si veda la Figura 9). Nei prossimi due anni prevediamo un cambiamento nella struttura del capex, con una quota maggiore dei fondi d'investimento tecnologici indirizzata verso nuova capacità industriale di hardware e apparecchiature ICT, restringendo il divario rispetto ai servizi digitali e IT verso un rapporto 50/50, come nel 2024.

Figure 9 & 10: Prezzo spot delle memorie in USD (Flash NAND 64GB) / Distribuzione del capex tra produttori di hardware e apparecchiature tecnologiche e fornitori di servizi digitali e software

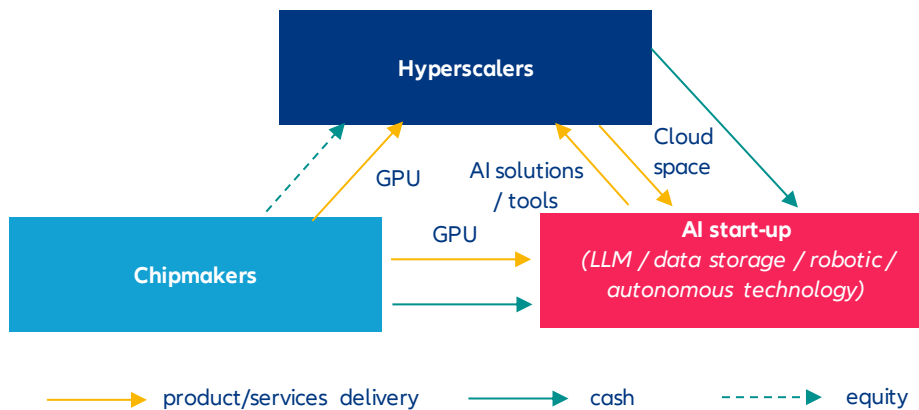


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

3) La circolarità del capitale solleva dubbi sul ruolo produttivo del capex. Nel frattempo, il capitale circolare sta diventando sempre più dominante all'interno dell'ecosistema AI, in particolare nei segmenti dei chip e del cloud, generando una percezione di forza molto potente – ma potenzialmente fragile – lungo l'intera catena del valore. Leader dei semiconduttori come Nvidia, TSMC o ASML si trovano al centro di questa espansione, sostenuti da una crescita dei ricavi del settore pari a un CAGR del +60% dalla fine del 2022, da contratti multi-miliardari con gli hyperscaler, da un accumulo di liquidità con CAGR superiori al 30% e da un mercato globale che potrebbe raggiungere la soglia di 1.000 miliardi di dollari quest'anno se la domanda rimanesse sostenuta. Tuttavia, sotto la superficie, la crescita delle scorte dei principali produttori statunitensi di chip (+80% annuo) sta superando ricavi già in forte accelerazione, mentre una parte della domanda proviene da operatori AI strutturalmente non redditizi e dipendenti da finanziamenti esterni, sollevando dubbi sulla durata del ciclo.

Ancora più preoccupante è che questo boom dei ricavi non si è tradotto in un reinvestimento industriale proporzionato: l'intensità di capex nelle prime cinque fonderie globali è scesa lo scorso anno al minimo degli ultimi cinque anni, pari al 24% (e a malapena al 2% per i primi tre produttori statunitensi di chip), ovvero quasi 10 punti percentuali sotto il picco del 2023. Nel frattempo, l'intensità di capex tra i principali designer statunitensi è rimasta relativamente stabile al 2%, con i profitti distribuiti agli azionisti, investiti in start-up nelle prime fasi di sviluppo o destinati direttamente a partner commerciali per finanziare nuove infrastrutture di data center. Con hyperscaler e fornitori di servizi tecnologici che ora assorbono circa due terzi della spesa totale per l'AI, l'allocation del capitale risulta fortemente sbilanciata verso l'infrastruttura dei data center, esponendo un disequilibrio sistemico. Dietro le narrazioni sulla circolarità, emerge un problema più profondo all'interno dell'ecosistema AI: una forte interconnessione del capitale tra tutti gli attori chiave della catena, i cui finanziamenti sono stati progressivamente esternalizzati ai mercati finanziari e agli investitori privati. Questo sistema regge senza intoppi finché la narrativa della monetizzazione dell'AI rimane convincente. Nel momento in cui gli investitori iniziano a mettere seriamente in discussione le tempistiche – e la realtà, ricca di frizioni, dell'adozione tecnologica nelle imprese offre loro più di un motivo per farlo – le assunzioni di liquidità potrebbero incrinarsi simultaneamente su contanti, credito e capitale, con ripercussioni che andrebbero ben oltre il settore tecnologico.

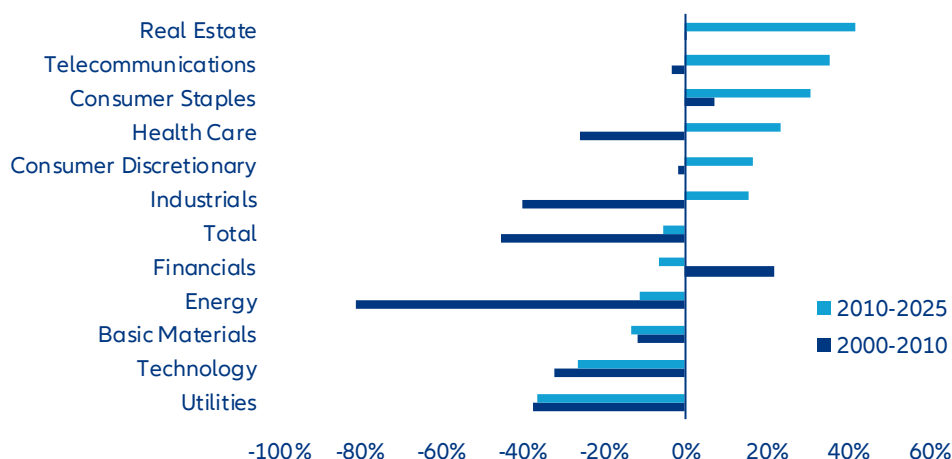
Figura 11: Circolarità degli investimenti dell'ecosistema AI



Fonte: Allianz Research

- 4) Le tensioni in Medio Oriente riaccendono brutti ricordi: un doppio punto critico da monitorare.** La nuova escalation delle tensioni in Medio Oriente introduce due punti di pressione distinti ma reciprocamente rafforzanti sul ciclo di investimento nell'AI – uno finanziario e uno industriale – che il mercato non ha ancora pienamente prezzato. Sul fronte del finanziamento, uno shock inflazionistico guidato dall'energia complicherebbe l'outlook sui tassi nel momento peggiore possibile. Già sotto forte scrutinio la monetizzazione del capex, un contesto di tassi più alti per più tempo offrirebbe a investitori e finanziatori una giustificazione credibile per irrigidire gli standard, richiedere garanzie di rendimento più solide e rallentare in modo discreto i progetti infrastrutturali più speculativi. Data l'estrema intensità di capitale dell'AI – dove un singolo data center hyperscale può assorbire diversi miliardi di dollari prima di generare un dollaro di ricavo – anche una modesta revisione del rischio potrebbe innescare pause d'investimento significative lungo l'intera pipeline. Questo non è un rischio teorico: la correlazione tra la volatilità dei prezzi dell'energia e il capex del settore tecnologico negli Stati Uniti è tra le più elevate dell'intero S&P 500 sia nel periodo 2000–2010 sia nel periodo 2010–2025, suggerendo che gli shock energetici si traducono con coerenza in esitazioni d'investimento lungo la supply chain tecnologica. L'aspetto positivo, se così si può definirlo, è che una maggiore disciplina del capitale tende ad accelerare l'efficienza: condizioni di finanziamento più rigide storicamente spingono la R&D verso architetture più snelle, e nell'attuale ciclo è probabile che l'ottimizzazione dell'inferenza e il deployment di modelli più efficienti sui costi vengano prioritizzati rispetto al training su larga scala basato sulla forza bruta computazionale.

Figura 12 : Correlazione tra capex e prezzi dell'energia tra le aziende statunitensi, per settore industriale (benchmark S&P 500)

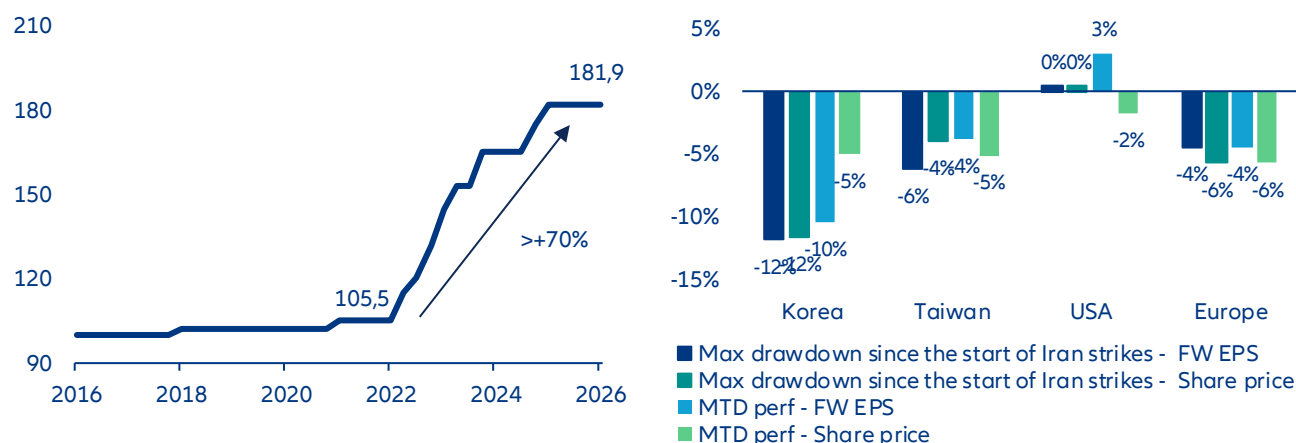


Dati a Marzo 2026. Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il punto di pressione industriale è più immediato e più concreto. Il prezzo dell'energia industriale in Corea del Sud è aumentato di oltre il 70% dal 2022, e sia la Corea del Sud sia Taiwan – che ospitano la capacità di produzione di semiconduttori più critica al mondo – rimangono strutturalmente dipendenti dal GNL del Qatar e dalle forniture di elio come input primari per la produzione di wafer. Qualsiasi interruzione dell'offerta o picco dei prezzi derivante dall'instabilità in Medio Oriente colpisce direttamente i produttori asiatici di chip nella loro base dei costi, comprimendo i margini e rischiando vincoli produttivi nel momento peggiore possibile per un ecosistema AI che già opera con disponibilità limitata di GPU.

Il ciclo di capex è a rischio per una carenza di chip o materiali critici? A questo stadio riteniamo che i rischi di una reale interruzione del super ciclo di investimenti siano limitati per due ragioni: primo, il capex è perlopiù guidato da società con molta liquidità e caratterizzate da un andamento anticiclico, i cui ricavi dipendono meno dal contesto macroeconomico; secondo, la domanda legata all'AI rimane la massima priorità lungo l'intera catena di fornitura dei semiconduttori. Riguardo a questo secondo punto, anche moderate interruzioni nella produzione di wafer difficilmente comprometterebbero in modo significativo il capex già destinato all'infrastruttura AI. Tuttavia, tali vincoli limiterebbero qualsiasi accelerazione degli investimenti nel breve periodo. Potrebbero inoltre ritardare le tempistiche dei progetti e aumentare i costi di implementazione. Un contesto di mercato più volatile tenderà comunque ad aumentare la cautela degli investitori, in particolare per quanto riguarda la monetizzazione dei data center e la visibilità di una crescita dei ricavi sostenibile e guidata dall'AI. Tuttavia, la tensione geopolitica ha anche un effetto strutturalmente positivo: intensifica l'urgenza di diversificare la supply chain, aprendo un caso di investimento credibile per una maggiore capacità di semiconduttori in Europa e negli Stati Uniti – un riequilibrio che, nel tempo, potrebbe ridurre il rischio di concentrazione sistemica che oggi rende l'intera infrastruttura AI ostaggio di un numero limitato di stabilimenti in un corridoio geografico ristretto.

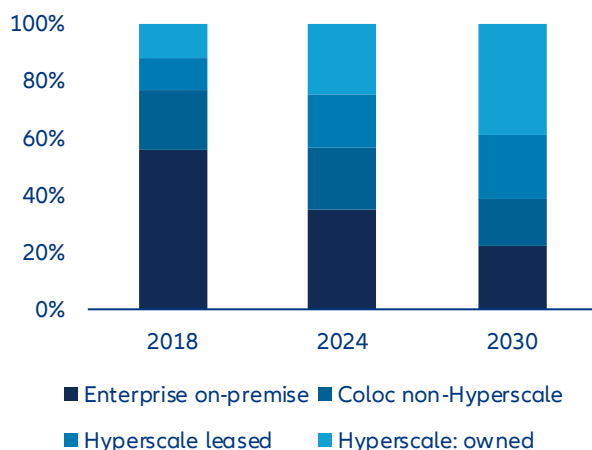
Figure 13 & 14 : Prezzo dell'energia industriale in Corea del Sud / Variazione dell'EPS e del prezzo delle azioni dei titoli tecnologici dal 27 febbraio



Dati a Marzo 2026. Fonti: Dichiarazione pubblica di KEPCO, LSEG Datastream, Allianz Research

Più piccoli ma più intelligenti: il dibattito sulla monetizzazione potrebbe portare a una razionalizzazione ulteriore. Il rallentamento dell'adozione dell'AI, la compressione dei rendimenti e la volatilità dei mercati metteranno inevitabilmente alla prova la convinzione che sostiene gli attuali programmi di capex. Ridurre gli investimenti, però, non è un'opzione credibile: tirarsi indietro segnala debolezza, lascia spazio ai concorrenti e rischia di perdere lo slancio che distingue i leader infrastrutturali dai fast follower. L'espansione del capex prosegue dunque, ma il suo profilo di rischio sta silenziosamente cambiando. La scala di ciò che si sta costruendo è straordinaria. La capacità globale dei data center è destinata a raddoppiare entro il 2030, passando dagli attuali circa 130 GW a circa 260 GW, con gli hyperscaler come motore dominante: la loro quota del carico IT totale dovrebbe aumentare di quasi 20 punti percentuali fino a superare il 60%. Con un CAGR della capacità del 23%, questo implica circa 100 GW di nuova capacità hyperscale netta in cinque anni. Applicando le attuali strutture di costo delle GPU AI e le ipotesi di intensità energetica di nuova generazione, la sola componente di procurement delle GPU si colloca intorno a 16 miliardi di dollari per GW, il che implica un fabbisogno di capex annuo lordo vicino a 960 miliardi di dollari se gli hyperscaler finanziassero da soli ogni megawatt. Ma non sosterranno da soli questo onere finanziario. Assumendo che gli attuali rapporti di leasing rimangano invariati — con gli hyperscaler che acquistano direttamente l'IT ma affittano le infrastrutture shell-and-core — l'impegno annuale di capitale si riduce a circa 730 miliardi di dollari, una cifra che si allinea perfettamente con le stime di consenso di 760 miliardi di dollari per il solo 2028. La prossima frontiera strategica è spingere ulteriormente questo rapporto: una maggiore penetrazione del leasing, forme più aggressive di condivisione dei costi con partner di co-investimento e strutture di approvvigionamento che rafforzano l'offerta di servizi AI pur mantenendo la solidità del bilancio.

Figure 15 & Tabella 4 : Distribuzione della capacità attuale e futura di carico IT dei data center per tipologia di azienda / Simulazione del fabbisogno annuale di capex degli hyperscaler nel periodo 2026–2028 per finanziare l'espansione stimata dei data center



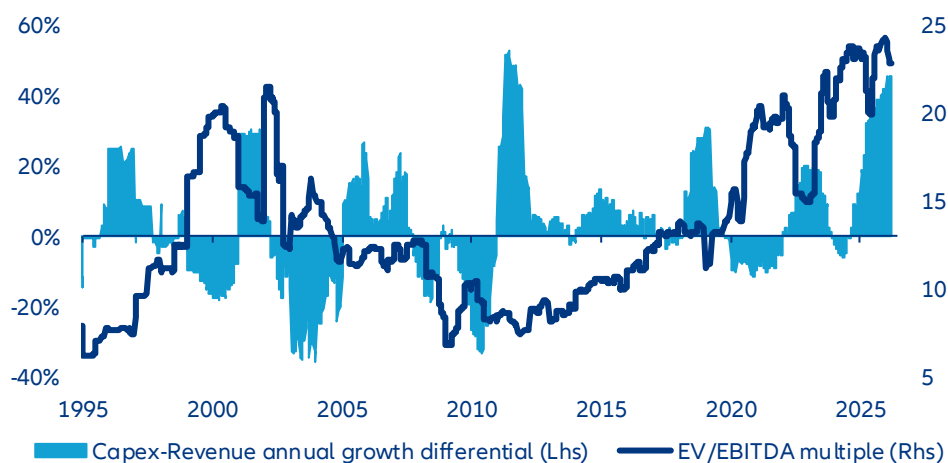
Fonti: Synergy Group Research, Allianz Research

Quota delle GPU sul costo totale di costruzione del data center / Rapporto di piena proprietà del data center	40%	30%	Media
100%	827	1102	964
75%	703	909	806
63%	645	819	732
60%	628	793	711
50%	579	716	647
40%	529	639	584
30%	479	562	521

La trasformazione dell'economia delle Big Tech: investimenti in AI, redditività e valutazione

Troppo valutate? La monetizzazione del capex è la nuova bussola del sentiment di mercato. Nonostante la recente correzione, le azioni tecnologiche e AI statunitensi restano fortemente valutate rispetto agli utili, con multipli EV/EBITDA intorno a 25x, vicini ai massimi storici e superiori alle valutazioni del settore telecom prima del picco della bolla dot-com del 2000. Il punto centrale non è più il potenziale dell'AI, ma il tempo necessario: il capex sta crescendo molto più rapidamente dei ricavi, con un divario di crescita di circa 46% tra investimenti e vendite, superiore alla divergenza del 32% registrata nel ciclo di eccessi telecom del 2001. L'infrastruttura sta crescendo più velocemente della monetizzazione, costringendo gli investitori a chiedersi se le valutazioni attuali incorporino già profitti che rimangono lontani. Con il ridimensionamento delle iniziali aspettative di un rapido aumento degli utili legati all'AI, i mercati stanno ricalibrando il focus verso il rischio di execution e la capacità di generare flussi di cassa. Questo raffreddamento del sentiment potrebbe alla fine segnare una transizione salutare: dal racconto che guida la valutazione alla disciplina fondata su ritorni tangibili.

Figura 16: Valutazione relativa e differenziale di crescita tra ricavi e investimenti dell'industria tecnologica statunitense



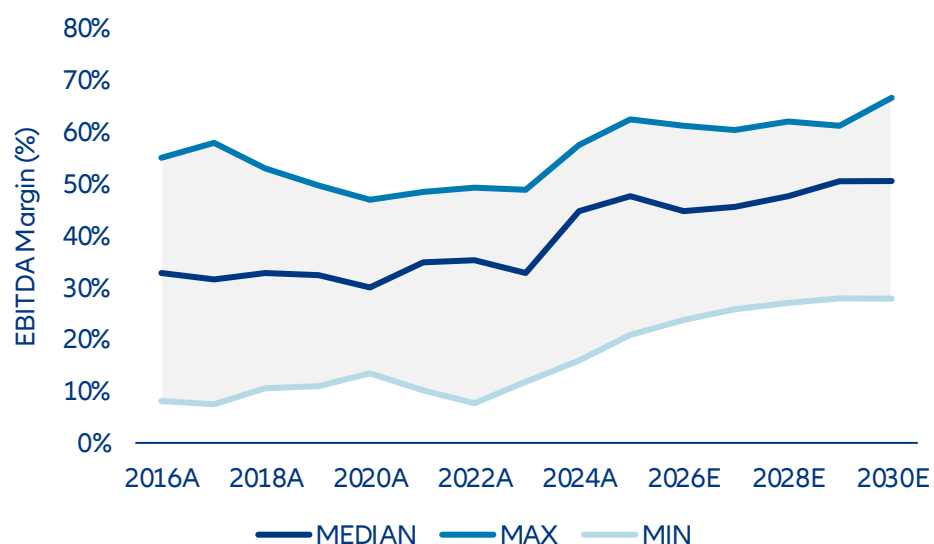
Dati al 16 marzo 2026. Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Valutare la redditività delle attività legate all'AI rimane complesso nella fase attuale di sviluppo. Il nostro obiettivo non è prevedere la crescita e la redditività specifica delle società AI, ma distinguere il contributo del

business tradizionale rispetto alle aspettative legate all'AI. Non vogliamo neanche identificare vincitori e vinti, bensì valutare la sensibilità del complesso AI rispetto alle principali ipotesi strategiche. Come punto di partenza utilizziamo il consenso degli analisti e le dinamiche storiche dei business tradizionali. Le informazioni di segment reporting e le comunicazioni alla SEC (moduli 10-K e 10-Q) consentono di modellare separatamente le attività legacy, permettendo una proiezione coerente della performance operativa sottostante. Vista l'incertezza sulla monetizzazione dell'AI, poniamo particolare enfasi su un'analisi di sensibilità dei principali parametri finanziari, con il ROE come anello di collegamento centrale tra performance operativa e valutazione.

La crescente capital intensity sta ridefinendo le prospettive di redditività. Ci concentriamo sul ROE, che sintetizza al meglio il rapporto tra capex e capacità di monetizzazione. Come illustrato nella Figura 15, l'evoluzione dei margini EBITDA suggerisce che la fase di espansione osservata negli anni precedenti si stia gradualmente attenuando. Amazon rappresenta un'eccezione nella parte bassa della distribuzione, riflettendo il contributo ancora significativo del business retail a margini più bassi, mentre gli hyperscaler sono ancora influenzati dal ciclo di espansione del capex in corso. La redditività rimane strutturalmente elevata, ma i miglioramenti incrementali appaiono limitati. Questo riflette le caratteristiche strutturali delle grandi società tecnologiche, molte delle quali operano già con basi di costo relativamente contenute e strutture operative ottimizzate. Di fatto, margini EBITDA un po' più elevati sono da attendersi per un business con maggiore intensità di capitale e implicano comunque una redditività netta inferiore. Possiamo inoltre valutare i margini del cloud sulla base delle informazioni disponibili dai provider cloud esistenti, ottenendo un riferimento più affidabile rispetto al potenziale di ricavi ancora ignoto derivante da un'adozione aggiuntiva dell'AI e dalla sua velocità di penetrazione. L'analisi di sensibilità mostrata nella Figura 18 evidenzia quelli che consideriamo i driver principali della performance finanziaria e della valutazione da parte degli investitori. Le variazioni dei margini EBITDA esercitano un'influenza leggermente inferiore sugli esiti di lungo periodo, mentre i cambiamenti nelle ipotesi di crescita dei ricavi incidono in modo più significativo sulla redditività attesa misurata tramite ROE. Questo risulta coerente, poiché la trasparenza sulla redditività dei data center può già essere valutata con una certa precisione sulla base delle operazioni esistenti, mentre il potenziale di ricavi derivante dall'adozione incrementale dell'AI rimane più incerto.

Figura 18: Evoluzione del margine EBITDA e intervallo dei peer (2016–2030E)



Fonti: Bloomberg Intelligence, Allianz Research

Con la redditività sotto osservazione, la sensibilità del ROE diventerà sempre più importante, oltre alla crescita delle vendite. Nella nostra analisi finanziaria, la monetizzazione del capex attraverso la crescita dei ricavi emerge quindi come il canale principale che determina la performance finanziaria, misurata tramite il ROE. Allo stesso tempo, l'analisi evidenzia un equilibrio delicato tra intensità degli investimenti e rendimenti. La nostra sensibilità

capex-to-sales mostra chiaramente questo compromesso: una maggiore intensità di investimento riduce il ROE in scenari di crescita identici, con ritorni che scendono da circa 25% a circa 23–24%, anche prima di considerare la possibile pressione sui margini dovuta a un’accelerazione degli ammortamenti hardware. In questo quadro, un rapporto capex/revenue intorno al 23%, come discusso nell’analisi precedente sugli investimenti in AI, corrisponde approssimativamente allo scenario di capex +5% nella nostra tabella di sensibilità, e riflette quindi un aumento moderato di 0,4 punti percentuali rispetto allo scenario di base. Allo stesso tempo, la precedente stima di circa 200bps di compressione dei margini dovuta a un ammortamento più rapido dell’hardware corrisponde grossomodo allo scenario EBIT margin –2% nell’analisi di sensibilità, traducendosi in una riduzione del ROE di circa 1 punto percentuale, coerente con quanto illustrato nel nostro framework. Questo indica che espandere la base di capitale non migliora la redditività se non accompagnato da una sufficiente monetizzazione dei ricavi. Le Big Tech stanno accelerando sugli investimenti per assicurarsi quote di mercato in un trend di crescita strutturale, ma ciò comporta il rischio di una base di capitale più ampia senza un ritorno proporzionato. Un rapporto capex più contenuto, combinato con una maggiore capacità di trasformare la crescita dei ricavi in utili, sostiene risultati ROE migliori. In sintesi, le Big Tech operano lungo un percorso molto stretto, sospese tra la necessità di mantenere investimenti elevati e l’obiettivo di preservare aspettative di rendimento stabili.

Tabella 4: Sensibilità del ROE alle ipotesi di crescita, margini e capex

ROE		EBIT-Margin Increase				
		-5%	-2%	0%	2%	5%
5Y Sales CAGR	-5%	21.81%	22.59%	23.11%	23.63%	24.41%
	-2%	22.10%	22.89%	23.42%	23.94%	24.73%
	0%	22.29%	23.09%	23.62%	24.15%	24.94%
	2%	22.49%	23.29%	23.82%	24.36%	25.16%
	5%	22.78%	23.59%	24.13%	24.67%	25.48%

ROE		5Y Sales CAGR				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
CAPEX	-10%	24.35%	24.86%	25.36%	25.87%	26.37%
	-5%	23.92%	24.43%	24.93%	25.44%	25.94%
	0%	23.50%	24.00%	24.51%	25.01%	25.51%
	5%	23.07%	23.57%	24.08%	24.58%	25.09%
	10%	22.64%	23.14%	23.65%	24.15%	24.66%

Fonte: Allianz Research

L'ROE è fondamentale: oltre a essere un indicatore di redditività, è anche un motore chiave per la valutazione "corretta" di un'azienda. Le metriche di valutazione forward basate sulle stime di consenso suggeriscono P/E generalmente stabili o in lieve calo, passando da circa 35x quest'anno a circa 23–24x tra tre anni. Le azioni tecnologiche restano quindi valutate a premio, ma i multipli forward indicano uno spazio limitato per ulteriori espansioni: le aspettative del mercato si stanno spostando sempre di più verso la reale capacità di generare utili, piuttosto che verso ulteriori rialzi dei multipli. In questo contesto, la performance azionaria futura dipenderà molto di più dalla monetizzazione efficace degli investimenti in AI e dalla crescita dei ricavi, mentre l'espansione dei multipli avrà un ruolo sempre più marginale e legato al potenziale di crescita di lungo termine. Un ROE elevato è un determinante centrale per gli investitori nell'attribuire un multiplo di valutazione "giusto", perché guida direttamente la crescita futura degli utili attraverso gli utili trattenuti. Ciò che conta davvero è il divario tra ROE e costo del capitale, che a sua volta è influenzato dall'impatto dell'AI su capex e vendite, tramite maggiore leva finanziaria e una possibile maggiore variabilità della crescita dei ricavi. Il beta è aumentato da sotto 1,2 nel 2016–2024 a 1,5 nel 2024–2026. Abbiamo applicato la nostra analisi sull'ROE per valutare potenziali intervalli di P/E per le Big Tech e concludiamo che le valutazioni attuali appaiono eque, sulla base delle ipotesi correnti, ma mostrano una certa sensibilità rispetto a vendite e intensità di capex. Attraverso questo moltiplicatore, la performance finanziaria futura avrà un impatto ancora più forte sull'andamento dei prezzi azionari. Il framework illustrato nella Figura XX mostra una analisi di sensitività, evidenziando come diverse ipotesi sul CAGR dei ricavi a cinque anni e sull'intensità di capex portino a valutazioni di lungo periodo differenti, con un P/E che converge verso circa 23x entro il 2030, coerente con un profilo di redditività ancora solido ma più maturo. La sensibilità alla crescita delle vendite è la più elevata, più dell'impatto del capex, che difficilmente diminuirà in modo significativo a breve. Allo stesso tempo, sorprese al rialzo nel capex sono più probabili e potrebbero comprimere sia EPS, sia ROE, sia P/E, attraverso un aumento degli ammortamenti.

Tabella 5: Impatto della crescita e dell'intensità di capitale sulla valutazione di lungo periodo

		Sales CAGR (surprise p.a.)						
P/E		-9%	-6%	-3%	0%	3%	6%	9%
CAPEX	-10%	23x	24x	25x	27x	28x	29x	31x
	-5%	22x	23x	24x	25x	26x	27x	29x
	0%	21x	21x	22x	23x	24x	25x	27x

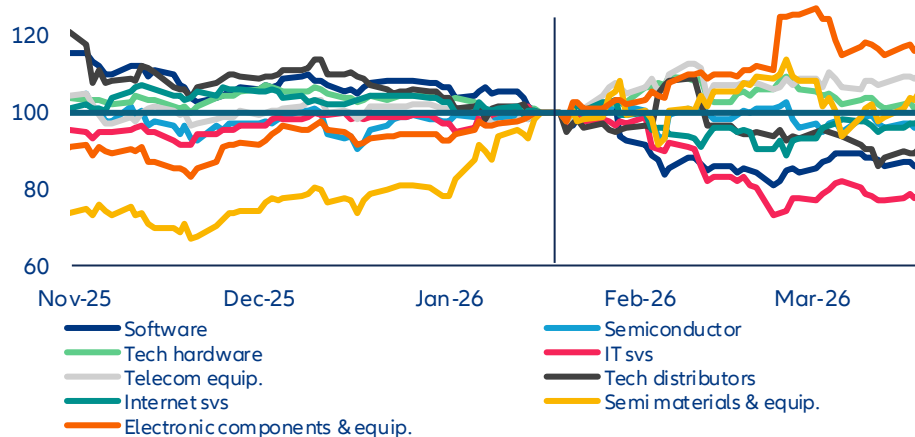
(surprise p.a.)	5%	20x	20x	21x	22x	23x	24x	25x
	10%	19x	19x	20x	21x	22x	22x	23x

Fonte: Allianz Research

L'outlook di lungo periodo per il settore tecnologico rimane positivo, ma non uniforme e sempre più diseguale.

Ci aspettiamo una traiettoria di performance più irregolare per i titoli tech statunitensi, con rischi al ribasso legati alla pressione sulle valutazioni e a un più ampio spostamento degli investitori verso posizioni "risk-off". La rotazione fuori dai titoli tech megacap era già iniziata prima dell'escalation in Medio Oriente, il che suggerisce che gli eventi geopolitici recenti stiano amplificando, e non avviando, la correzione. Gli investitori guardano con maggiore attenzione alla capacità di monetizzare nel lungo termine l'alto livello di capex, soprattutto tra gli hyperscaler, dove scala e tempistiche dei ritorni legati all'AI restano incerte. Allo stesso tempo, il sentiment su alcune aree del software sta peggiorando, per timori di diluizione del modello di business man mano che le capacità AI diventano più commoditizzate nei sistemi aziendali. Questa combinazione potrebbe mantenere una certa compressione dei multipli e limitare i rialzi nel breve termine per i nomi con le valutazioni più elevate. Tuttavia, lo scenario non è uniformemente negativo. Alcuni segmenti della filiera tech — in particolare semiconduttori e fornitori di infrastrutture — continuano a beneficiare della forte domanda di data center, con dinamiche di prezzo potenzialmente sostenute dall'aumento dei costi delle materie prime legati alle tensioni geopolitiche. Queste aree sembrano meglio posizionate per garantire maggiore visibilità sugli utili nel breve periodo. Parallelamente, la leadership statunitense nell'infrastruttura AI potrebbe attirare nuovi flussi di capitale, soprattutto da investitori mediorientali le cui pipeline domestiche potrebbero subire ritardi. Nel lungo periodo, la tesi strutturale a favore della tecnologia USA rimane solida, grazie alla leadership in innovazione e alla domanda stabile di capacità AI. Tuttavia, la performance diventerà probabilmente più selettiva, con maggiore dispersione tra i sottosettori e un contesto meno favorevole rispetto ai cicli precedenti.

Figura 19: Performance azionaria statunitense dei sottosettori tecnologici (ridalizzata a 100 il 19 gennaio)



Data al 19 Marzo 2026. Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni qui contenute possono includere potenziali aspettative, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali basate sulle opinioni e assunzioni attuali della direzione e che comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati effettivi, le prestazioni o gli eventi possono differire sostanzialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono verificarsi a causa di (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati core del Gruppo Allianz, (ii) la performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità di mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità degli eventi di perdita assicurata, inclusi quelli di catastrofi naturali, e lo sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbidità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità dei default creditizi, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio valutari incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e regolamenti, incluse le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero essere più probabili, o più pronunciati, a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale qui contenuta, salvo eventuali informazioni che la legge richieda di divulgare.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.